

Trabajo Fin de Grado

Fusiones y adquisiciones en el sector eléctrico español: análisis de la OPA a Naturgy

Autora

Valeria Ferrer Barranco

Directora

Nuria Alcalde Fradejas

Grado en Administración y Dirección de Empresas
Facultad de Economía y Empresa
2021

Autora: Valeria Ferrer Barranco

Directora: Nuria Alcalde Fradejas

Título: Fusiones y adquisiciones en el sector eléctrico español: análisis de la OPA a Naturgy.

Title: Mergers and acquisitions in the Spanish electricity sector: analysis of the takeover bid for Naturgy.

Titulación: Grado en Administración y Dirección de Empresas

RESUMEN

Desde los inicios del sector eléctrico español se han producido multitud de fusiones y adquisiciones como forma de expansión de las empresas. Esto se incrementó con la liberalización del sector en 1998, que permitió la competencia de sociedades privadas en las actividades de generación, distribución y comercialización. Además, en la actualidad debido a que todos los mercados están globalizados estas operaciones se han extendido también al ámbito internacional. Un ejemplo de esto es el caso objeto de estudio de este trabajo, la OPA lanzada por IFM Investors a Naturgy, mediante el que se va a ejemplificar los motivos y el desarrollo de una operación de esta envergadura.

ABSTRACT

Since the beginning of the Spanish electricity sector, there have been many mergers and acquisitions as a way for companies to expand. This increased with the liberalisation of the sector in 1998, which allowed private companies to compete in generation, distribution, and commercialisation activities. Moreover, as all markets are now globalised, these operations have also been extended to the international level. An example of this is the case study of this report, the takeover bid launched by IFM Investors for Naturgy, through which the motives and the development of a transaction of this magnitude will be exemplified.

INDICE DE CONTENIDOS

1. INTRODUCCION	4
2. TEORÍA DE FUSIONES Y ADQUISICIONES ENTRE EMPRESAS	5
2.1. CAUSAS DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES ENTRE EMPRESAS	6
2.2. TIPOS DE FUSIONES Y ADQUISICIONES ENTRE EMPRESAS	8
2.3. PROCESOS EN LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES ENTRE EMPRESAS	9
3. ANÁLISIS DEL SECTOR ELÉCTRICO ESPAÑOL	12
3.1. LIBERALIZACION DEL SECTOR ELÉCTRICO ESPAÑOL.....	12
3.2. FUNCIONAMIENTO DEL SECTOR ELÉCTRICO ESPAÑOL	13
4. ANÁLISIS DE LA OPA LANZADA POR IFM INVESTORS A NATURGY	15
4.1. NATURGY	16
4.2. IFM INVESTORS	17
4.3. CAUSAS DE LA OPA A NATURGY.....	18
4.4. SUCESOS CRONOLOGICOS DE LA OPA A NATURGY	19
4.5. EVOLUCION DE LAS ACCIONES DE NATURGY	24
5. CONCLUSION	26
6. BIBLIOGRAFIA	28

INDICE DE ANEXOS

Anexo I. Estructura accionarial y de control del Oferente.	33
Anexo II. Garantía de la oferta de IFM Investors a Naturgy mediante 17 avales	34
Anexo III. Gráfica estructura accionarial Naturgy con fecha 4/10/2021	35
Anexo IV. Evolución acciones Naturgy desde el 1 de enero al 4 de octubre de 2021	36

1. INTRODUCCION

Actualmente, debido a la globalización, a la liberalización de los mercados y a la libre circulación de capitales, la posibilidad de adquirir o de fusionarse con empresas de cualquier parte del mundo es cada vez mayor. Desde una perspectiva microeconómica, las compañías, como veremos a lo largo del trabajo, tienen distintos motivos para llevar a cabo estas transacciones, entre los que destaca la obtención de diferentes tipos de sinergias. Desde un punto de vista más macroeconómico, las fusiones y adquisiciones entre empresas han contribuido a la necesaria reestructuración de algunos sectores como el financiero o el eléctrico. El presente trabajo se centra en este último.

Desde los inicios del sector eléctrico español se han sucedido multitud de fusiones y adquisiciones entre empresas que operaban a lo largo de la cadena de valor del suministro de electricidad, lo que se incrementó con su liberalización en 1998. Es por esto por lo que el sector eléctrico ha sido elegido para estudiar este tipo de transacciones, además de que es considerado un sector estratégico a nivel global, puesto que de la energía eléctrica dependen la mayoría de los sectores económicos, siendo así un aspecto clave para la actividad de nuestra sociedad.

Este trabajo tiene como objetivo, por un lado, analizar cómo y por qué se expanden las empresas a través de las fusiones y adquisiciones y qué papel ocupan aquí las OPAs. Por otro lado, su finalidad es comprender el funcionamiento actual del sector eléctrico español. De esta manera, relacionaremos la teoría de fusiones y adquisiciones entre empresas con el estudio del lanzamiento de la OPA por parte de IFM Investors a Naturgy. Hay que destacar también que la operación se está produciendo en un sector eléctrico liberalizado, aunque existen algunas restricciones impuestas por el gobierno debido a que la operación supondría que un inversor extranjero tuviera capacidad para tomar decisiones en una compañía estratégica en nuestro país.

Así este trabajo se estructura en tres partes. Comienza con la presentación de los dos conceptos principales que son la fusión y la adquisición de empresas. En este apartado se explican también los motivos y la ejecución de estas operaciones estratégicas, además de enumerar los tipos que existen, haciendo hincapié en las OPAs. En la segunda parte, el estudio del sector eléctrico español nos servirá para contextualizar este trabajo. Por ende, estudiaremos cómo opera este sector y que le ha

llevado a hacerlo de esa manera desde una perspectiva cronológica, enfocándonos en el proceso de liberalización que ha experimentado. Por último, profundizaremos en el caso del lanzamiento de la OPA por IFM Investors a Naturgy. Así, se busca conocer ambas sociedades, los motivos del lanzamiento de la OPA y todos los sucesos que se han ido produciendo a lo largo de la transacción vinculándolos con los movimientos que ha experimentado la cotización de las acciones de la energética.

El presente documento puede ser de utilidad para aquellas personas que no tengan un gran conocimiento sobre fusiones y adquisiciones entre empresas, para así aportarles una base teórica que les permita entender este tipo de operaciones y en concreto comprender el proceso desde el lanzamiento de la OPA por IFM Investors hasta la fase de aceptación por parte de sus accionistas. De este modo, mediante este trabajo también descubrirán por qué es relevante esta operación para la economía de nuestro país. Por otra parte, este trabajo igualmente puede resultar interesante para las personas que se sienten atraídas por el sector eléctrico español y quieren conocer su funcionamiento de una manera muy básica condicionado por su liberalización en 1998. Asimismo, esta situación excepcional que estamos viviendo debido a la pandemia del covid-19 también ha influido en cómo se ha llevado a cabo la operación, por lo que la hace todavía más interesante.

2. TEORÍA DE FUSIONES Y ADQUISICIONES ENTRE EMPRESAS

Las fusiones y las adquisiciones son operaciones por las que una empresa obtiene el control sobre otra con la finalidad de alcanzar sus objetivos empresariales, normalmente centrados en la creación del máximo valor posible. Sin embargo, aunque los objetivos de ambas operaciones pueden ser similares, la forma de llevarlas a cabo es muy distinta (Zozaya, 2007).

En primer lugar, una fusión es la creación de una nueva sociedad derivada de la unión de patrimonios de dos o más empresas independientes. Bajo esta circunstancia se pueden dar dos casos, la sociedad resultante puede contar con personalidad jurídica propia o en cambio con la personalidad de una de las partes involucradas en el contrato

de la transacción, lo que se conoce como absorción¹. Por otra parte, las adquisiciones hacen referencia al proceso de compra de un número significativo de las acciones de otra compañía, lo que permite a la adquirente controlar la actividad de la adquirida (Mascareñas, 2011).

A lo largo de este trabajo hablaremos de la empresa más grande dentro de una operación de fusión como la empresa postora, la compradora, el oferente o la adquirente mientras que nos referiremos a la sociedad de menor tamaño como el blanco de la transacción, empresa objetivo o adquirida (Gaughan, 2007). Además, haremos mención también a estas operaciones con las siglas F&A a lo largo de todo el documento.

2.1. CAUSAS DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES ENTRE EMPRESAS

Este primer apartado sobre la teoría de fusiones y adquisiciones tiene la finalidad de descubrir al lector qué incentivos tienen las empresas para atreverse a llevar a cabo estas transacciones.

No hay una forma de proceder general que garantice la mejora de la situación de la compañía si ésta se fusiona o adquiere otra empresa ya que esto depende de muchos factores y cada sociedad se encuentra en una situación distinta. Sin embargo, las empresas normalmente las llevan a cabo cuando identifican alguna oportunidad o amenaza (Zozaya, 2007).

Ahora bien, cuando una compañía se plantea llevar a cabo una fusión es porque está convencida de que su propio valor junto con el de la sociedad objetivo sería mayor que el valor de ambas por separado. Así mismo, una adquisición proviene de la convicción de que la empresa objetivo podría crear más valor siendo gestionada por la empresa adquirente (Fernandez y Bonet, 1989).

En este trabajo nos vamos a centrar en el crecimiento de las empresas y en el aprovechamiento de sinergias mediante la realización de F&A ya que son los incentivos más comunes que experimentan las sociedades.

¹ La fusión por absorción es un procedimiento de concentración societaria por el cual el patrimonio de una o más sociedades se extinguen y se integra en el de una sociedad ya existente o una nueva (Pedrosa, S.J, 2017).

Las fusiones y las adquisiciones favorecen el crecimiento de la empresa matriz de forma mucho más rápida que mediante desarrollo interno y le permiten alcanzar algunos de los objetivos que no puede conseguir por sí sola. Este crecimiento puede darse consiguiendo un incremento de sus ingresos, pero no siempre mejorando su rentabilidad, lo que hace que estas transacciones sean todavía más complejas ya que en ocasiones surge un problema de agencia². Es decir, la primera opción es perseguida por los gerentes de la compañía ya que para ellos es más beneficioso estar al cargo de una gran compañía y mejorar así su reputación; en cambio, los accionistas prefieren aumentar la rentabilidad de su inversión en la empresa y así tener mayores beneficios. Otro aspecto a tener en cuenta es que crecer no es siempre la mejor solución ya que la compañía puede llegar a un tamaño óptimo en el que el crecimiento continuado perjudique sobre todo a los accionistas, haciendo disminuir su rentabilidad.

En cuanto a la sinergia “éstas son situaciones en las que una combinación de compañías lleva a un mayor valor de lo que ocurriría si la compañía siguiera siendo independiente” (Gaughan, 2007, p.33).

También son un incentivo para las F&A ya que en el caso de que las sociedades intervinientes en la operación estén relacionadas entre sí, debido a que se encuentran en el mismo sector o dentro de una misma cadena de valor, se pueden beneficiar de diferentes sinergias. Por ejemplo, es posible que reduzcan costes gracias al aprovechamiento de economías de escala³, lo que conocemos como sinergia de explotación. O también, aunque las empresas involucradas no están relacionadas entre sí se pueden beneficiar de sinergias, en este caso financieras si una de ellas accede a algunas oportunidades gracias al capital de la empresa objetivo.

Otros tipos de sinergias de las que se pueden aprovechar las compañías son las basadas en impuestos, que consisten en la compensación de beneficios de una empresa por las pérdidas de explotación neta de la otra sociedad para así evitar el pago de una mayor cantidad de impuestos sobre beneficios (Gaughan, 2007).

² Un problema de agencia es cuando los intereses que tiene la dirección de la empresa difieren de los de los accionistas (Ruiz, 2021).

³ La economía de escala es “una situación en la que una empresa reduce sus gastos de producción al expandirse. Se trata de una circunstancia en la que cuanto más se produce, el coste que tiene la empresa por fabricar un producto es menor” (Kiziryan, n.d).

2.2. TIPOS DE FUSIONES Y ADQUISICIONES ENTRE EMPRESAS

Hay varias formas de clasificar las operaciones de fusión y las adquisiciones entre empresas. En este apartado vamos a distinguir primero entre adquisiciones amistosas y hostiles dependiendo de si hay negociación o no entre las empresas involucradas. Después categorizaremos las fusiones en función del puesto que ocupan tanto la empresa adquirida como la compradora en el sector en el que operan o de si pertenecen a sectores distintos.

En primer lugar, las transacciones en las que se llega a un acuerdo entre los directivos de las compañías mediante la negociación de los requisitos y el precio a pagar por la empresa adquirida se consideran amistosas. Sin embargo, cuando no hay acuerdo entre las partes se puede llevar a cabo la adquisición, pero de manera hostil y a diferencia de en las operaciones amistosas, la negociación es compleja y, en ocasiones, se necesita del apoyo judicial para llevarla a cabo. Esto hace que se incremente el coste de la transacción y el riesgo de alcanzar el objetivo de la compradora. Normalmente, esta situación ocurre ante la oposición de la sociedad objetivo a ejecutar la operación (Gaughan, 2007).

En el caso de que la sociedad fuera una empresa cotizada, para conseguir adquirirla se suele lanzar una oferta pública de adquisición (OPA) omitiendo la opinión de los directivos e intentando la operación contra su voluntad dirigiéndose directamente a los accionistas buscando su apoyo (Mascareñas, 2011). Esto es cuando la empresa postora “ofrece públicamente a los accionistas de una sociedad cotizada la adquisición de sus acciones, con el fin de obtener una participación significativa del capital o aumentar su participación en unos porcentajes determinados” (CNMV - Glosario Financiero, n.d.). Estas operaciones se prefieren a la compra continuada de pequeños paquetes de acciones por que estos últimos acarrear una subida en el precio de las acciones (elEconomista, 2021). Relacionado con lo comentado anteriormente, una OPA también puede ser clasificada como amistosa u hostil dependiendo de si los administradores y/o accionistas significativos han estado de acuerdo con la operación previamente a su lanzamiento público hacia los mismos accionistas o no.

Asimismo, como alternativa a las OPAs hay otra forma, menos común y que difícilmente acaba en éxito, de adquisición. Esta operación es la competición por la

delegación del voto y consiste en que la empresa postora acuda a las elecciones de la empresa objetivo o que convoque unas elecciones especiales en las que intente desbancar al grupo de gobierno de la compañía de manera democrática mediante la consecución de votos (Gaughan, 2007).

En segundo lugar, como hemos dicho anteriormente vamos a comentar los tipos de fusiones. Si se da el caso en el que las empresas son competidoras dentro de un mismo sector estamos hablando de fusiones horizontales. Esta transacción suele surgir cuando el sector está liberalizado, de esta manera la sociedad compradora aumenta su presencia en el sector afectando así a la competencia y por tanto a los clientes, para los que, en ocasiones, y dependiendo del grado de concentración que se alcance en el sector, puede ser perjudicial.

Otra opción es que la adquirente se fusione verticalmente con una de sus proveedoras o distribuidoras con las que mantiene una relación de compradora y vendedora. Esto normalmente se debe a la intención de la compradora de entrar en nuevos negocios. Por último, las empresas pueden adquirir otras compañías con las que no tengan ningún tipo de relación ni compartan el mismo sector, estas son las fusiones de conglomerado. Suelen utilizarse con la finalidad de entrar en un sector nuevo o incluso en un mercado distinto al de origen de la empresa compradora (Rompotis, 2015).

2.3. PROCESOS EN LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES ENTRE EMPRESAS

En esta sección vamos a abordar el procedimiento por el que se realizan las adquisiciones entre empresas desde la perspectiva de la compradora. Además, expondremos la diferencia entre cómo se lleva a cabo una adquisición amistosa y una hostil. En esta última, como vamos a comentar la forma más habitual de proceder es mediante el lanzamiento de una OPA.

Por un lado, vamos a comentar el proceso de adquisición cuando se desarrolla mediante el acuerdo y la negociación de la operación entre las partes. El comienzo de este largo y complejo proceso suele deberse a que a la compradora le surge el deseo de expandirse de acuerdo con alguno de los motivos que hemos comentado en el primer apartado, lo que constituye el objetivo de la operación. Además, la compañía tiene que

definir los requisitos que debe tener la empresa adquirida de acuerdo con estos objetivos y comenzar la búsqueda de la sociedad para ejecutar la adquisición (Corporate Finance Institute, n.d.).

Cuando la adquirente ha encontrado una candidata que se ajusta a lo que está buscando se pone en contacto con ella mediante su director general o a través de alguno de sus directores de departamento con la finalidad de averiguar si estaría dispuesta a aceptar su propuesta. Esta es una decisión importante ya que las preferencias de los directivos pueden influenciar incluso que se acepte o se rechace la petición. En el caso de que la respuesta sea positiva entonces la empresa adquirida es objeto de petición de más información sobre su situación para así continuar con el proceso (Mascareñas, 2011).

Es en este momento cuando comienza la negociación, que es la fase que busca establecer un marco para la operación y se fijan los primeros puntos importantes a tratar mediante la firma de la Carta de Intenciones. Este escrito “es un tipo de acuerdo no obligatorio que contiene compromisos que más tarde pueden formalizarse mediante la redacción de un contrato, [...], impulsa las negociaciones y facilita los consentimientos sucesivos en el proceso negociador” (García y López, 2011, p.66). Asimismo, esta etapa facilita también la disposición de una mayor cantidad de información con la que analizar a la empresa objetivo para dilucidar si finalmente es una buena oportunidad para la adquirente o no (Corporate Finance Institute, n.d.).

Por otro lado, al mismo tiempo que comienza la negociación se emprende lo que se conoce como Due Diligence. Esto es el “proceso de búsqueda de información por parte de la empresa compradora, cuyo objetivo es analizar los riesgos de la empresa que desea adquirir” (García y López, 2011, p.77). Además, la sociedad objetivo le concede el acceso a todos los documentos requeridos que se recogen en el Data Room. Gracias a toda esta información en manos de la adquirente es capaz de cerrar y ajustar el marco de la transacción previamente elaborado y de ponerle un precio a la oferta, lo que se recoge en el contrato de compraventa, que es firmado por ambas partes.

Por último, se cierra la operación mediante la determinación del método por el que la empresa objetivo va a ser adquirida (García y López, 2011). Si ambas compañías son privadas con el cierre de la operación se habría terminado el procedimiento de

adquisición. Sin embargo, si la empresa adquirida es pública es necesario que sus accionistas y en ocasiones también los accionistas de la empresa adquirente consientan las condiciones de la transacción. Una vez aprobadas, la adquirida tiene que presentar públicamente los acuerdos a los que han llegado ambas empresas sobre los aspectos más relevantes de la operación (Gaughan, 2007).

A continuación, vamos a hablar sobre cómo se puede adquirir una compañía si no se ha llegado a un acuerdo previo para continuar con la operación de manera amistosa. En esta situación, como ya hemos comentado anteriormente, la sociedad compradora tiene la intención de ejecutar la operación, aunque no cuente con el apoyo de los directivos de la empresa objetivo, dirigiéndose directamente a los accionistas mediante el lanzamiento de una OPA. Esta operación se caracteriza por un mayor riesgo, pero también por una mayor rentabilidad (Mascareñas, 2011).

Como hemos expuesto al principio, normalmente las empresas ejecutan F&A para hacerse con el control de otra empresa. Para ello es necesario que la adquirente pague una prima de control⁴ sobre el precio de mercado de las acciones de la empresa objetivo. Además, la sociedad deberá comprar una cantidad de acciones significativa para conseguirlo, sin llegar a sobrepasar el límite de compra de derechos de voto del 30% ya que si se sobrepasa la empresa deberá lanzar la OPA por el 100% de la empresa (Aparicio, 2007).

Para los accionistas esta operación es beneficiosa porque cuando la adquirente paga la prima sobre el precio de las acciones están ganando más que si vendiera sus acciones al mercado. No obstante, si la operación no se lleva a cabo solo por el hecho de la amenaza sufrida la empresa afectada habrá puesto en marcha un plan para defenderse, lo que puede mejorar también el valor de mercado de las acciones. También hay que tener en cuenta que es necesario que todo este proceso no sea conocido por nadie excepto por las partes involucradas porque que se supiera haría que el precio de las acciones se incrementara dificultando así la adquisición (Mascareñas, 2011).

Por último, tanto en una operación amistosa como en una hostil la adquirente tiene que contar con financiación para llevarla a cabo. Existen muchas maneras de financiar la operación y el método escogido es también una forma de indicar el interés

⁴ Una prima de control es el “sobrepeso que se paga por un paquete accionarial que aporta la mayoría de los derechos de voto en los órganos de gobierno de una sociedad” (Expansión, n.d).

por la empresa objetivo (Rompotis, 2015). Los métodos más habituales suelen ser mediante el pago en efectivo del precio acordado, mediante el intercambio de acciones entre ambas empresas, esto es cuando la adquirente le intercambia acciones suyas valoradas por el precio acordado para la transacción; o la financiación a través de deuda. Sin embargo, hay otros métodos, aunque menos comunes que son la compra apalancada o el financiamiento al vendedor (Corporate Finance Institute, n.d.).

3. ANÁLISIS DEL SECTOR ELÉCTRICO ESPAÑOL

Comienza aquí la segunda parte del trabajo en la que, con la finalidad de entender la actividad que ejerce Naturgy en el siguiente apartado, vamos a dedicar este espacio para conocer cómo se liberalizó el sector eléctrico y cómo afectó esto a su estructura y a cómo opera actualmente el sector en los distintos mercados existentes.

3.1. LIBERALIZACION DEL SECTOR ELÉCTRICO ESPAÑOL

Desde los inicios del sector eléctrico español, las empresas que operaban en él han estado integradas verticalmente⁵, es decir, cada compañía se encargaba de la generación, del transporte, del suministro y de la venta a los clientes. Sin embargo, era la Administración la que se encargaba tanto de la gestión de la capacidad de generación como de las infraestructuras de red (García-Álvarez y Moreno, 2012).

Fue en 1998, debido a la presión ejercida por la Unión Europea para el desarrollo de un mercado eléctrico unitario, cuando el sector se liberalizó en España mediante la Ley 54/1997 de 27 de noviembre del Sector Eléctrico (LSE). Esta ley se creó con el propósito de aumentar la competencia del sector ya que se pensaba que de esta manera sería más eficiente y se podría reducir el precio que pagan los consumidores.

La liberalización se llevó a cabo solamente en las actividades de generación y de comercialización de electricidad, mientras que el transporte y la distribución de energía, debido a su condición de monopolio natural, continuaron siendo regulados por el Gobierno (Costa, 2016).

⁵ La integración vertical es una estrategia de crecimiento para las empresas que consiste en entrar en un mayor número de actividades del ciclo de producción de un bien (Sánchez, 2015).

Sin embargo, esta nueva regulación no ha conseguido todavía el grado de competencia que buscaba. Esto es debido a que las empresas que participaban en régimen de monopolio a lo largo de toda la cadena de suministro antes de la liberalización siguen controlando la actividad de generación y por ello aún no existe una regulación que facilite totalmente la entrada de nuevas empresas oferentes tanto en la generación como en la comercialización de electricidad (García-Álvarez y Moreno, 2012). Por esta razón, se han ido sucediendo reformas de la Ley del Sector Eléctrico mediante nuevas leyes y reales decretos con la finalidad de conseguir los objetivos iniciales por los que se liberalizó el sector.

3.2. FUNCIONAMIENTO DEL SECTOR ELÉCTRICO ESPAÑOL

En este apartado vamos a exponer la estructura resultante y el nuevo funcionamiento del sector eléctrico tras su liberalización. Como acabamos de comentar, las actividades que se liberalizaron fueron la generación y la comercialización mientras que el transporte y la distribución seguían reguladas por el Gobierno. De esta manera, también profundizaremos en qué consisten estas actividades que forman la cadena de valor del suministro eléctrico.

En primer lugar, la generación se basa en la producción de energía eléctrica de alto voltaje que puede ser de origen renovable, lo que se conoce como régimen especial; o bien de origen no renovable denominado régimen ordinario.

Para llevar a cabo la liberalización de esta actividad se constituyó un mercado mayorista⁶ en el que los productores de electricidad la ofrecen a las empresas encargadas del resto de las actividades de la cadena de suministro y donde acuerdan también los precios de la energía a través de subastas. Además, este mercado está compuesto por el mercado diario y el intradiario. En el primero se realizan 24 subastas antes de las 12.00 a.m del día anterior, mediante las que se acuerda el precio de la electricidad para cada hora del día. Mientras que, en el segundo, en cambio, se realizan 6 subastas que sirven para acordar el valor de la electricidad y garantizar el suministro

⁶ El mercado mayorista es “donde se negocian los intercambios de energía de la Península Ibérica (España y Portugal), los cuáles se realizan a través de una serie de subastas a corto plazo en donde todo el conjunto de consumidores puede comprar la electricidad que necesitan a las centrales de generación” (Maugard, 2017).

eléctrico en el caso de que las compañías responsables tengan algún imprevisto por el que no puedan producir lo acordado.

Entonces, se creó el Operador de Mercado Eléctrico Designado (OMIE) para supervisar el mercado mayorista de la península Ibérica (es decir, tanto el español, sin contar las Islas Baleares ni las Islas Canarias, como el portugués) y gestionar la fijación del precio de la electricidad (Soto, 2016). Por último, las empresas que tienen mayor cuota de mercado en esta etapa de la cadena de suministro son Endesa, Iberdrola, Naturgy, Viesgo, EDP y Repsol (Fundación Naturgy, 2020).

En cuanto al transporte de la electricidad, la Red Eléctrica de España (REE) fue la sociedad encargada de conectar y trasladar la electricidad desde las centrales de generación hasta las redes locales. Además de que esta red es el medio por el que se realizan intercambios de energía internacionales con los países vecinos (Soto, 2016). Mediante la Ley del Sector Eléctrico también se establecieron las tarifas tanto para el transporte como para la distribución con la finalidad de evitar que las empresas propietarias de la red se aprovecharan de ello y dificultaran así la entrada de competencia (Costa, 2016).

El siguiente paso en el abastecimiento de electricidad es la distribución, esto es, el transporte desde la red local que acabamos de nombrar, hasta los usuarios. En esta actividad se incluye también la reducción de voltaje para que la electricidad pueda ser utilizada (Soto, 2016). En este mercado podemos encontrar multitud de empresas distribuidoras que tienen repartido el territorio por zonas en las que actúan en régimen de monopolio, aunque las principales compañías son Endesa, Iberdrola, Gas Natural Fenosa, EDP y Viesgo (Fundación Naturgy, 2020). Para llevar a cabo este reparto es necesario que los distribuidores se inscriban en el Registro Administrativo de Distribuidores. Tras esto, de acuerdo con el criterio de mínimo coste, la Administración correspondiente seleccionará al distribuidor al que cederle la concesión. (Ley 24 de 2013 del Sector Eléctrico. 27 de diciembre de 2013. BOE. No. 310).

Por último, está la comercialización o venta de electricidad que engloba también todas las tareas de cara al público (López, 1999). La liberalización de esta actividad supuso la distinción entre la distribución y la comercialización. Para esta última,

también consistió en la autorización a los consumidores de la libre elección de compañía eléctrica a la que contratar el suministro (Ruiz, 2003).

Al principio los clientes podían elegir entre una tarifa eléctrica integral regulada por el gobierno o comprar la electricidad a través del libre mercado a una comercializadora. La tarifa regulada fijada por el gobierno, con el objetivo de reducir la factura de los clientes era más barata que contratarla a una comercializadora por lo que se entorpecía la competencia en el mercado.

Como solución a este problema se creó la Tarifa de Último Recurso (TUR). Este era el precio que las comercializadoras podían cobrar a los consumidores que no sobrepasaran una cierta cantidad de electricidad contratada, aunque solían ser todos los consumidores domésticos. De esta forma, el precio de la electricidad consistía en el coste de la energía adquirida en el mercado a plazos⁷ mediante subasta, más el coste de comercialización y el coste de peajes por el uso de las redes de transporte y distribución.

Sin embargo, este método se sustituyó por el Precio de Venta al Pequeño Consumidor (PVPC) mediante el cual el usuario paga la electricidad de acuerdo a los precios horarios del mercado mayorista asegurando así la competencia en el mercado (Costa, 2016). En esta actividad las principales empresas comercializadoras son Endesa, Naturgy e Iberdrola (CNMV, n.d.).

Finalmente, como consecuencia de la liberalización también se creó un organismo independiente para la regulación del sector, la Comisión Nacional de Energía (García-Álvarez y Moreno, 2012) y se constituyó el Mercado Ibérico de la Electricidad (MIBEL) en el 2006 mediante la combinación del mercado diario español con el portugués, que concluyó el último paso para la total liberalización del sector. Este mercado supuso un aumento de la competencia y por tanto un abaratamiento del precio de la electricidad (Costa, 2016).

4. ANÁLISIS DE LA OPA LANZADA POR IFM INVESTORS A NATURGY

Tras conocer la teoría sobre F&A entre empresas y cómo funciona el sector eléctrico español vamos a comenzar a analizar todo el proceso que ha conllevado el

⁷ En el mercado a plazos o de futuros “los agentes participantes negocian la energía que se entregará físicamente con plazos superiores a las 24 horas” (Gestión servicios, n.d).

lanzamiento de una opa voluntaria parcial⁸ por parte de Global InfraCo O (2) S.à.r.l filial del fondo de inversiones australiano IFM Investors sobre la compañía española Naturgy. En este apartado, vamos a contextualizar la operación presentando ambas empresas para de este modo entender cuál era el objetivo de la adquirente. También, vamos a describir todo el proceso desde el anuncio de la operación el 25 de enero de 2021 hasta el periodo de aceptación por parte de los accionistas a principios de octubre del mismo año, profundizando en cómo ha afectado a las acciones de Naturgy cada uno de los acontecimientos que se han ido sucediendo. Cabe destacar también que este trabajo no abarca la resolución de qué accionistas acuden a la operación y por tanto tampoco si la operación finalmente se lleva a cabo y si es así que porcentaje adquiere el Oferente debido a que estas decisiones son posteriores a la fecha de finalización del presente trabajo.

4.1. NATURGY

Sociedad Catalana para el Alumbrado por Gas llevó a cabo, desde el inicio del sector energético en 1843, multitud de fusiones y adquisiciones como estrategia de expansión de su compañía. La última, la fusión mediante el lanzamiento de una OPA, entre las españolas Gas Natural SDG, S.A. y Unión Fenosa, S.A. en 2009 que dio lugar a la empresa Gas Natural Fenosa, S.A. conocida actualmente como Naturgy Energy Group, S.A (Naturgy Energy Group, 2018).

Dedicada a los sectores eléctrico y gasista, esta compañía es una sociedad anónima cotizada (IFM Investors, 2021a) que está presente en todas las actividades liberalizadas de la cadena de suministro, esto es, en la generación, en la actividad de distribución y en la comercialización tanto de gas como de electricidad (*Inicio - Naturgy*, n.d.).

Naturgy es el nombre comercial por el que se conoce al grupo y aunque tiene su domicilio social en Madrid, debido a su expansión mediante F&A con empresas extranjeras que ha convertido en sus filiales, actualmente está presente en más de veinte países y en tres continentes distintos con una capacidad disponible de 15,3 GW

⁸ Una opa parcial es “la que sólo se dirige a una parte de las acciones existentes. Si el número de aceptaciones superase en conjunto el máximo de la oferta, se realizará un prorrateo entre todos los aceptantes” (CNMV, n.d).

(Naturgy, 2020). Este grupo empresarial cuenta actualmente con un capital social de 969.613.801 euros compuesto por acciones que tienen un euro de valor nominal unitario y que cotizan en las cuatro Bolsas de Valores Españolas (Global InfraCo O (2) S.a.r.l, 2021).

4.2. IFM INVESTORS

IFM Investors es un gestor de fondos con domicilio social en Melbourne (Australia) aunque opera a nivel global debido a la característica de diversificación que tienen sus inversiones. Como propiedad de varios fondos de pensiones, esta compañía gestiona los ahorros de sus clientes invirtiendo en infraestructura, deuda, acciones cotizadas y capital privado con la finalidad de reportarles beneficio al aprovecharse de economías de escala. Asimismo, el servicio que ofrece IFM Investors está siempre en concordancia con los valores de los inversores, basado en rendimientos constantes, a largo plazo y teniendo en cuenta la sostenibilidad en todas las acciones que llevan a cabo (*IFM Investors*, n.d.).

Sin embargo, IFM Investors no ha lanzado la OPA directamente, sino que ha sido una de sus filiales la encargada de la operación. La inversora australiana tiene una filial, IFM Global Infrastructure Fund que es la encargada de las inversiones en infraestructura. Asimismo, esta empresa tiene una filial en España mediante la cual controla todas sus inversiones en infraestructura en nuestro país, Global InfraCo Spain. Por último, la compañía española tiene como filial Global InfraCo O (2) S.à.r.l. con domicilio social en Luxemburgo y que ha sido la encargada del lanzamiento de la OPA a Naturgy. El anexo 1 contiene un esquema mediante el que se desglosa la estructura del grupo de empresas propiedad de IFM Investors para facilitar su comprensión.

De esta manera, el Oferente, Global InfraCo O (2) S.à.r.l. es una sociedad limitada con domicilio social en Luxemburgo que se ha creado específicamente con la finalidad de llevar a cabo esta operación. Por esta razón solamente cuenta con un capital social de 12.000 euros y está participada en su totalidad por IFM Global Infrastructure Fund (Global InfraCo O (2) S.a.r.l, 2021).

4.3. CAUSAS DE LA OPA A NATURGY

En esta sección, vamos a comenzar planteando el porqué del lanzamiento de esta OPA por parte de IFM Investors a Naturgy, comentando los motivos que han hecho que la compañía española haya llamado la atención de la inversora y qué beneficios le puede reportar.

En primer lugar, como expone Global InfraCo O (2) S.à.r.l (2021) en el anuncio de la oferta pública voluntaria parcial de adquisición ve en Naturgy una compañía con valores, principios e intereses similares a los suyos, que se preocupa por el medio ambiente, intentando ser más sostenible, además de por sus trabajadores. También afirma que invertir en esta empresa sería hacerlo en un tipo de infraestructuras necesarias para llevar a cabo la transición energética, lo que supone asegurarse una inversión a largo plazo.

En segundo lugar, Naturgy es suministradora a nivel global de bienes básicos, mantiene una posición competitiva estable y está presente durante toda la cadena de valor tanto del gas como de la electricidad, lo que aportaría estabilidad y buena rentabilidad a largo plazo para la inversora. En tercer lugar, la filial de IFM Investors ha tenido en cuenta su buena situación financiera que permitiría garantizar el reparto de dividendos aportando seguridad a la inversora (Global Infraco O (2) s.a.r.l., 2021). Por último, el Oferente ha destacado que también le motivó a llevar a cabo la operación el excelente equipo gestor del que dispone Naturgy, presidido por Francisco Reynés (Barcasnegras, 2021).

En cuanto a los beneficios que ellos esperan aportar a Naturgy podemos destacar que va a ser un apoyo para el plan estratégico 2021-2025. También que van a contribuir con su conocimiento y experiencia a ayudar a seguir creciendo a la compañía (Global Infraco O (2) s.a.r.l., 2021). Además, IFM Investors como inversora globalizada podría apoyar a la energética a reforzar su presencia en mercados como los de Estados Unidos y Australia que son estratégicos y de gran importancia en la transición energética (Barcasnegras, 2021).

4.4. SUCEOS CRONOLOGICOS DE LA OPA A NATURGY

Esta operación comenzó el 25 de enero de 2021 cuando ‘el Consejo de Administración del Oferente decidió formular una oferta pública voluntaria parcial de adquisición sobre un máximo de 220.000.000 de acciones de Naturgy Energy Group, S.A. (“Naturgy”), representativas del 22,689% de su capital social’ (IFM Investors, 2021b, p.1).

Sin embargo, el Oferente ya se había puesto en contacto con el presidente del Consejo de Naturgy el día 20 de enero con la finalidad de informarle del deseo de IFM de convertirse en accionista de la energética en una proporción similar a la de los principales socios y también el día anterior al lanzamiento de la oferta con el objetivo de avisar de que la operación se iba a comunicar oficialmente de manera inminente. El Consejo de Administración se enteró de la operación el mismo día del lanzamiento (Citigroup global markets Europe AG, 2021).

La inversora había fijado el precio de la oferta en 23 euros por acción lo que suponía una prima del 19,7% sobre la cotización de las acciones en el día del lanzamiento de la OPA (Álvarez, 2021) que era de 19,22 euros, “un 22,7% sobre el precio promedio ponderado por volumen de las acciones de Naturgy para el período de los últimos tres meses (18,74 euros) y del 28,9% [...] para el periodo de los últimos seis meses (17,84 euros)” (Noceda, 2021). También estando sujeto este precio a reducciones en el caso de que Naturgy realizara el pago de dividendos a sus accionistas durante el transcurso de la ejecución de la OPA (IFM Investors, 2021a).

En primer lugar, para llevar a cabo esta operación tenía que aceptarla el gobierno español, ya que debido a la situación actual de pandemia causada por el coronavirus se han adoptado una serie de medidas para que inversores extranjeros no se aprovechen de la disminución del valor que han sufrido algunas compañías en nuestro país. Entre estas decisiones se encuentra la cancelación de la libertad de la que disfrutaban las compañías extranjeras para invertir en España por el Real Decreto-Ley 34/2020. Concretamente esta norma obliga a la obtención de una autorización por parte de nuestro gobierno para inversiones que superen el 10% del valor de la compañía adquirida y que además se lleven a cabo en empresas de carácter estratégico (Clifford Chance, 2020), lo que se cumple en el caso de Naturgy debido a su posición en el mercado eléctrico. No obstante,

el gobierno contó con 6 meses para estudiar el caso y tomar una decisión en cuanto a si acepta o declina la oferta (Lafraya, 2021).

En segundo lugar, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) también tuvo que autorizar la operación. Esto se debe a que este organismo se encarga de asegurar el correcto funcionamiento de los distintos mercados de valores de España, supervisando los precios y garantizando transparencia en las operaciones y las buenas prácticas de aquellos que participan en él (*CNMV - Funciones*, n.d.), por lo que es un paso necesario en todas las transacciones de este tipo.

Por último, en el caso de que autorizaran la operación tanto el gobierno como la CNMV, la transacción estaba sujeta a la condición de que IFM Investors se hiciera con el control de un mínimo del 17% de las acciones de Naturgy (IFM Investors, 2021a).

El lanzamiento de la OPA por parte de IFM Investors a Naturgy le fue comunicada a la CMNV públicamente el 5 de febrero de 2021 a través de la solicitud de autorización de la operación (Global InfraCo O (2) S.a.r.l, 2021). La Comisión la admitió a trámite el 18 de febrero, dentro de los 20 días hábiles de los que disponía para realizar este paso (Europa Press, 2021a).

El Oferente tuvo que modificar el precio de la OPA ya que el 9 de marzo de 2021 la Junta de Accionistas de Naturgy aprobó el pago del dividendo complementario, que se hizo efectivo el día 17 de marzo y que es el correspondiente a la última parte del año anterior. Este beneficio repartido a los socios fue de 0,63 euros brutos por acción, lo que supuso una reducción del importe de la oferta lanzada hasta 22,37 euros/acción (Díaz, 2021). Asimismo, se repartió un dividendo a cuenta de 0,3 euros brutos por acción el 4 de agosto de 2021 lo que volvió a suponer un descenso del precio de la Oferta inicial hasta los 22,07 euros por acción, cantidad que no se ha vuelto a modificar desde entonces, y por tanto también un descenso en el capital a desembolsar por parte del Oferente.

Cuando ya se conoció el importe final que iba a pagar Global InfraCo O (2) S.à.r.l por la oferta pública voluntaria parcial de adquisición del 22,69% de Naturgy, 4.921.400.000 euros, esta aportó los avales que tenía concedidos, esto es 17 avales de 15 entidades distintas que se pueden observar en la tabla que adjuntamos en el anexo 2.

Para la justificación del precio marcado, el Oferente ha aportado a la CNMV un informe desarrollado por el técnico independiente Duff & Phelps, S.L.U. (D&P) en el que se realiza su valoración y se concluye que es un precio aceptable. Además, también aportó un informe complementario a este tras la aprobación del plan estratégico 2021-2025 de Naturgy.

Los principales accionistas con los que cuenta Naturgy son Critería Caixa, S.A.U. que es un holding de inversiones español creada con la finalidad de administrar el patrimonio de Fundación la Caixa y que cuenta con un 26,3% del capital social de la energética. Rioja Acquisition S.à.r.l. en representación de CVC Capital Partners que es una sociedad británica de capital riesgo y que tiene un 20,7% de Naturgy. La gestora de inversiones estadounidense GIP III Canary 1 S.à.r.l. también se encuentra entre los accionistas más importantes ya que dispone de un 20,6%. El 4,1% se encuentra en manos de la empresa estatal argelina dedicada a la explotación de hidrocarburos Sonatrach. Además, Naturgy tiene un 0,89% de sus acciones en autocartera y hay un 26,51% en posesión de accionistas minoritarios (Global InfraCo O (2) S.a.r.l, 2021). Esta distribución del accionariado se puede encontrar de manera gráfica en el anexo 3.

Como accionistas relevantes, pero con menos participación podemos destacar al banco central de Noruega, Norges Bank, que es el propietario de un 1,14% del capital social. También han aflorado recientemente con más de un 1% la sociedad británica de servicios financieros Barclays, concretamente con un 1.089% (La Información, 2021) y el fondo de inversiones estadounidense Davidson Kempner con un 1,1% (elPeriódico, 2021).

El anuncio de la OPA provocó una serie de cambios en el número de acciones propiedad de alguno de los accionistas que acabamos de comentar. En primer lugar, Norges Bank, gestor del Fondo Global de Pensiones de Noruega, tenía en posesión un 1% del capital social de Naturgy antes del lanzamiento de la OPA. A partir de este momento adquirió la cantidad necesaria hasta conseguir el 1,14% que tiene en la actualidad, lo que supone un total de 11.080.000 de acciones y le convierte en uno de los inversores principales de la energética (Noceda, 2021). Esta situación obligó a informar a la CNMV ya que el banco noruego superaba la propiedad del 1% de derechos de voto (Global InfraCo O (2) S.a.r.l, 2021). Esta compra también supuso una muestra de confianza en la operación.

En segundo lugar, Critería Caixa, el holding de inversiones propiedad de Fundación Bancaria La Caixa (*Sociedad Holding de Inversiones / CriteríaCaixa*, n.d.), ha pasado de dominar el 24,4% del capital social de Naturgy antes del anuncio de la OPA a controlar el 26%, aunque su objetivo era intentar adquirir hasta el 29,9% de la empresa, sin sobrepasar el 30% ya que en ese caso tendría que lanzar una OPA por la totalidad de la energética. La adquisición de acciones se llevó a cabo mediante la compra de pequeños paquetes en distintos días para no afectar así al precio de esta operación. El aumento de su participación tiene como finalidad mantenerse como el accionista español de referencia, defendiendo sus intereses y manteniendo a la compañía en el país para garantizar nuestro suministro de energía (Bertrán, 2021). Cabe destacar también que Critería comenzó a adquirir acciones el 18 de mayo de 2021 tras la renuncia de su consejero delegado Marcelino Armenter en Naturgy unos días antes, quien buscaba disminuir su participación en la energética (Esteller, 2021).

En tercer lugar, como acabamos de mencionar, también aumentaron su participación por encima del 1% del capital social de Naturgy el fondo de inversiones Davidson Kempner con un 1,1% y la empresa de servicios financieros Barclays, con un 1.089%.

Esta OPA se dirige a todos los accionistas de Naturgy, aunque Global InfraCo O (2) S.à.r.l. ha pactado con Rioja Acquisition S.à.r.l. y con GIP III Canary 1 S.à.r.l. a no acudir a la oferta y les ha solicitado que apoyen la elección de sus representantes en el Consejo de Administración para de esta manera después de la liquidación de la operación poder formarlo lo más rápido posible e incluirlos en éste (Global InfraCo O (2) S.a.r.l, 2021).

Asimismo, el pasado 17 de septiembre el Consejo de Administración de Naturgy anunció que no venderá las acciones que tiene la compañía en autocartera ni las que están en manos de los consejeros, con lo que ya es el 70% del capital social el que no está disponible para su compra (Álvarez, 2021). Critería Caixa fue el último en pronunciarse el pasado 23 del mismo mes, aunque ya estaba clara su postura como consecuencia del fortalecimiento que estaba llevando desde hace meses de su posición. Esta compañía ha alegado que no acude a la operación debido a que no está totalmente en línea con los intereses de Critería Caixa (Gonzalez, 2021).

El gobierno español aceptó la operación el 3 de agosto de 2021 aunque con algunas condiciones impuestas a las que tuvo que comprometerse la inversora (Hernandez, 2021). Entre ellas podemos destacar la conservación del domicilio social y sede en España, así como la mayoría de la actual plantilla de empleados. También que el reparto de dividendos no sea excesivo y en general que ayude a continuar con la política de endeudamiento, con la naturaleza de las inversiones, sin desinvertir en ninguna de sus filiales, y que se comprometa a no negociar las acciones de Naturgy fuera de las Bolsas de nuestro país (Global InfraCo O (2) S.a.r.l, 2021).

Estas condiciones se derivan del carácter estratégico que tiene Naturgy en el sector español de la energía ya que tiene una fuerte presencia en el sector de la electricidad y domina el sector del gas, por lo que es una empresa clave para asegurar el suministro eléctrico. Es por esto y por la gran cantidad de capital extranjero que la economía española tiene actualmente en distintos sectores que el gobierno ha necesitado tanto tiempo para su aprobación ya que su objetivo principal era garantizar la seguridad de la economía de nuestro país (Cinco Días, n.d.).

Por último, la OPA voluntaria parcial fue aceptada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) el pasado 8 de septiembre tras la autorización del gobierno español y de la consiguiente aceptación de Global Infraco O (2) S.à r.l de las condiciones marcadas por este. A continuación, son los actuales titulares de las acciones los que tienen que decidir si acuden o no a la oferta durante el plazo de presentación que es de 30 días naturales (CNMV, 2021). En el momento en el que se está escribiendo el presente trabajo todavía no se conoce el número de accionistas que acudirán a la oferta por lo que vamos a hablar de este aspecto de una forma meramente teórica. En el caso en el que acudan a la oferta más acciones de las que la inversora desea adquirir se utilizarán las reglas de distribución y prorrateo dictadas en el artículo 38.1 del Real Decreto 1066/2007 (Global InfraCo O (2) S.a.r.l, 2021). En el caso en el que acudan un número menor del 17% que tenían como condición en el folleto de solicitud, han ampliado el rango y afirman que valorarán la oferta para poder adquirir incluso hasta un 10% de Naturgy (Esteller, 2021).

Una vez finalice el plazo para aceptar la oferta y dentro de los siete días siguientes a este, por un lado, las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores Españolas harán público el desenlace de la operación de acuerdo con las indicaciones de

la CNMV. Por otro lado, el Banco Santander, S.A hará de intermediario en la liquidación de la compraventa de acciones debido a que es miembro de las bolsas que acabamos de mencionar y de acuerdo con las líneas marcadas por Iberclear se realizará el pago de las acciones objeto de la OPA. En última instancia, los nuevos accionistas deberán constituir el Consejo de Administración de Naturgy con el mismo número de representantes que tiene actualmente, en el que Global InfraCo O (2) S.à.r.l. quiere tener dos representantes de acuerdo con su participación en la empresa (Global InfraCo O (2) S.a.r.l, 2021).

4.5. EVOLUCION DE LAS ACCIONES DE NATURGY

En este apartado vamos a comentar la evolución que han experimentado las acciones relacionándolas con sucesos que han ocurrido a lo largo de todo el proceso de la OPA, desde el anuncio público de la operación hasta el momento actual en el que se está escribiendo este trabajo, esto es hasta el 27 de septiembre de 2021.

En primer lugar, las acciones experimentaron un crecimiento del 15,5% el 26 de enero del 2021, el día siguiente al anuncio del lanzamiento de la oferta pública de adquisición de Global InfraCo O (2) s.a.r.l sobre Naturgy. La cotización de las acciones paso de un 19,22 el día del anuncio a un 22.19 el día posterior, valor muy cercano a los 23 euros por los que se había lanzado la OPA (Álvarez, 2021). Además, el precio de las acciones no ha vuelto a situarse entre los valores anteriores al anuncio que rondaban los 19 euros por acción. También cabe mencionar que el día 27 de enero, dos días después del anuncio, la cotización de las acciones registró el segundo valor más alto de todo el proceso con un 22,35.

Tras esta repentina subida, la cotización comenzó a disminuir hacia los valores anteriores al anuncio y todavía disminuyó más rápidamente ante la solicitud de autorización por parte de Global InfraCo O (2) s.a.r.l a la CNMV el 5 de febrero.

Esto se pudo agravar cuando el 9 de febrero debido a un rumor sobre la decisión del gobierno ante la operación que se inclinaba por el veto, las acciones cayeron un 3,83%, llegando así al valor de 20,35, aunque el día siguiente continuó bajando hasta un 20,22 lo que se sitúa como el valor más bajo de todo el proceso de la operación. No obstante, La Moncloa se encargó de desmentir esta noticia alegando que todavía no

habían tomado ninguna decisión al respecto, esto lo podemos relacionar con la subida que experimentaron las acciones los días siguientes, situándose en el 20,99 euros por acción el día 12 de febrero (Noceda, 2021).

El siguiente suceso que podemos destacar ocurrió el 18 de febrero, que es cuando la CNMV hizo público la aceptación a trámite de la operación. En este momento la cotización se situaba en un 20,65 y comenzó a crecer hasta el 10 de marzo cuando llegó al 21,36. Esto es, el día siguiente a la aprobación del pago de un dividendo complementario de 0,63 euros/acción que se pagaría el 18 de marzo, lo que pudo tener relación con la bajada del valor de la cotización que ocurrió desde el anuncio hasta el pago de este (Naturgy, n.d.).

A partir de ese momento, la cotización de las acciones comenzó a tener un crecimiento estable hasta el 27 de julio, afectado en ocasiones por otros sucesos que vamos a comentar a continuación. Durante estas semanas ocurrió el aumento de participación de Norges Bank hasta un 1,14% (Noceda, 2021) el 12 de abril, la salida del Consejo de Administración de Naturgy del CEO de Criteria Caixa el día 3 de mayo y el comienzo de la adquisición de un mayor número de acciones por parte de esta última inversora (Europa Press, 2021b). El 1 de julio (La Información, 2021) se comparte el informe de valoración del precio de la operación emitido por Duff & Phelps lo que podemos observar que pudo contribuir al aumento de la cotización de las acciones.

El 27 de julio, se registró el mayor valor de la cotización de las acciones de todo el proceso de la OPA. Este fue de 22,57 y ocurrió justo el día anterior a la aprobación de Naturgy de su Plan Estratégico 2021-2025. Podemos observar que a partir de este día comienza el descenso del precio de cotización que se mantiene más o menos estable hasta la actualidad, con leves incrementos el día 3 de agosto debido a la autorización del gobierno, el día 8 de septiembre que se puede relacionar con la aprobación de la CNMV y con la noticia de la negativa del Consejo de Administración y la directiva de Naturgy de acudir a la oferta el día 18 del mismo mes.

El día 16 de septiembre comenzó a disminuir la cotización de las acciones debido a las medidas aprobadas por el gobierno para intentar reducir el precio de la electricidad (El País, 2021). Por último, a partir del día 23 de septiembre con el

reforzamiento del fondo de inversiones Davidson Kempner (el Periódico, 2021) y de Barclays que ya superan el 1% del capital social de la energética y el aumento de la participación de Critería hasta un 26,1% (Cotizalia, 2021) podemos observar que la cotización de las acciones se ha incrementado llegando a un 21,91 a finales de mes. Toda la información sobre la cotización de las acciones se puede ver de manera gráfica en el anexo 4.

5. CONCLUSION

Para finalizar, vamos a recopilar las conclusiones que hemos obtenido a lo largo del trabajo, que nos permitirán justificar de acuerdo con la teoría de fusiones y adquisiciones, cómo se ha desarrollado la oferta pública de adquisición lanzada por IFM Investors a Naturgy. Además, también mencionaremos las limitaciones que nos hemos encontrado para el desarrollo de la investigación y volveremos a comentar para quien puede ser de utilidad este estudio.

En primer lugar, no hay un motivo universal por el que se aconseje fusionarse o adquirir otra empresa, sino que hay multitud de factores relacionados con la compañía que hacen que este tipo de transacciones sean una buena oportunidad para que ésta crezca o pueda aprovecharse de sinergias y así conseguir los objetivos que no puede alcanzar por sí sola. Las fusiones pueden realizarse entre competidoras, con empresas dentro de su misma cadena de suministro o con una empresa con la que no comparten ni mercado ni sector. Esto se conoce como fusiones horizontales, verticales y de conglomerado respectivamente. En cuanto a las adquisiciones pueden ser amistosas u hostiles dependiendo de si hay negociación entre los directivos de las implicadas o no. Si la operación de compra de acciones se dirige directamente a los accionistas por una cantidad y a un precio fijado más una prima de control, estamos hablando de una oferta pública de adquisición (OPA). Esta es la forma de adquisición que eligió IFM Investors el pasado 25 de enero para hacerse con el control de un porcentaje significativo de Naturgy.

Hay que destacar que, como hemos comentado a lo largo del trabajo, esta operación ha sido posible debido a que el sector eléctrico en el que opera Naturgy se liberalizó en 1998 buscando aumentar la competencia que había en él. La libre competencia entre empresas privadas en las actividades de generación y

comercialización e incluso en la de distribución, aunque bajo la gestión del gobierno, supusieron la reestructuración del sector. Es por esto que se creó un mercado mayorista de la electricidad, formado por el mercado diario y el intradiario y también que surgieran empresas para supervisar y gestionar la nueva estructura del sector, entre las que destacamos al Operador del Mercado Eléctrico Designado (OMIE), a Red Eléctrica de España (REE), al Mercado Ibérico de la Electricidad (MIBEL) y a la Comisión Nacional de Energía.

En cuanto al desarrollo de la operación, podríamos decir que IFM Investors, como gestor de distintos fondos de pensiones acostumbrado a invertir en infraestructuras a nivel mundial, se fijó en la energética española debido a que es una empresa estable, con una buena situación financiera y un buen equipo gestor, que colabora en la transición energética a nivel mundial suministrando bienes básicos, lo que otorga el carácter de largo plazo a la inversión. Otro de los motivos de la operación entre estas empresas puede ser que el Oferente pensara que con su ayuda Naturgy podría crear más valor, lo que contribuiría a ofrecerles una buena rentabilidad a sus clientes.

Para ejecutar la operación, IFM Investors contactó con el CEO de Naturgy con el propósito de comunicarle que iban a lanzar una OPA de manera inminente. Fue el 25 de enero cuando publicaron su anuncio previo, con toda la información acerca de la operación, incluyendo el precio de 23 euros por acción por el que se realizaba la oferta y la prima de control que se iba a pagar a los accionistas que acudieran a la operación si finalmente se podía llevar a cabo. Tras esto, solicitaron su autorización a la CNMV que se admitió el 8 de septiembre, después de la aprobación por parte del gobierno el 3 de agosto, ya que como hemos comentado en el punto 2 eran pasos necesarios en la operación. Posteriormente a la aceptación del gobierno IFM Investors emitió un folleto explicativo de toda la operación en el que se incluía la financiación de la operación mediante recursos propios disponibles y un contrato de financiación y se detallaba también los 17 avales que tenía el Oferente como garantía para la compra.

Durante toda la transacción se han ido sucediendo cambios en el porcentaje de acciones que tenía cada inversor, sobre todo ha habido varios como Critería Caixa y en menor medida Norges Bank, Barclays y el fondo Davidson Kempner que han aumentado su participación en Naturgy complicando así la operación para IFM

Investors. También cabe destacar que el precio de la operación se redujo hasta los 22,07 euros por acción debido a los dividendos que repartió la energética desde el inicio de la operación. Además, este precio se justificó mediante un informe de valoración emitido por Duff & Phelps.

Por último, cabe subrayar que se han conseguido los objetivos que se pretendían con este trabajo como hemos expuesto en esta conclusión, aunque debido a que la operación se ha alargado durante más de 8 meses el presente trabajo no ha podido cubrir el desenlace de la OPA. Sin embargo, creemos que este documento sigue siendo interesante para entender la operación ya que aporta una base de conocimiento tanto sobre las fusiones y adquisiciones entre empresas como sobre el sector eléctrico español.

6. BIBLIOGRAFIA

- Álvarez, D. (2021). Naturgy: IFM lanza una opa sobre el 22,68% por más de 5.000 millones. *La Vanguardia*. Disponible en: <https://bit.ly/lavanguardia-ifm-lanza-opa-sobre-naturgy> [Consultado 24/09/2021]
- Aparicio, C. L. (2007). *Regulación de las OPA: teoría económica, regulación europea y ofertas sobre empresas española*. Disponible en: <https://bit.ly/cnmv-DocPortal-publicaciones-monografias> [Consultado 20/09/2021]
- Barcasnegras, L. (2021). IFM defiende su opa a Naturgy: cree que podría impulsar su crecimiento en Australia y EEUU. *Forbes España*. Disponible en: <https://bit.ly/forbes-ifm-opa-naturgy-apoyar-negocio-australia-eeuu> [Consultado 24/09/2021]
- Bertrán, A. (2021). Critería se refuerza en Naturgy ante la opa de IFM. *El Periódico*. Disponible en: <https://bit.ly/elperiodico-economia-criteria-refuerza-naturgy-opa-ifm> [Consultado 14/06/2021].
- Cinco Días. (2021.). Ribera, sobre la opa de Naturgy: “Debe ser con todas las garantías”. *Cinco Días*. Disponible en: <https://bit.ly/cincodías-companias> [Consultado 22/05/2021].
- Citigroup global markets Europe AG. (2021). *Informe del consejo de administración de Naturgy en relación con la oferta pública de adquisición de acciones voluntaria formulada por IFM*. 3(2), 6. Disponible en: <https://bit.ly/cnmv-informe-consejo>

- administracion-naturgy [Consultado 20/09/2021]
- Clifford Chance. (2020). *El Real Decreto-ley 34/2020, de 17 de noviembre: una nueva vuelta de tuerca al régimen de inversiones extranjeras post covid-19*. 1–7. Disponible en: <https://bit.ly/cliffordchance-Real-Decreto-Ley-34-2020> [Consultado 19/09/2021]
- CNMV. (2021). *Listado de Distribuidoras de electricidad*. Disponible en: <https://sede.cnmc.gob.es/listado/censo/1> [Consultado: 27/09/2021]
- CNMV. (2021). *La CNMV autoriza la opa sobre Naturgy Energy Group, S.A. formulada por Global InfraCo O (2) s.à r.l. 2*. Disponible en: <https://bit.ly/cnmv-portal-cnmv-autoriza-opa-naturgy> [Consultado 22/09/2021]
- CNMV.(2021). *CNMV - Funciones*. (n.d.). Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/quees/Funciones/Funciones.aspx> [Consultado 22/09/2021]
- CNMV.(2021). *CNMV - Glosario Financiero*. (n.d.). *Oferta Pública de Adquisición, OPA*. Disponible en: <https://bit.ly/cnmv-portal-inversor-glosario> [Consultado 28/09/2021]
- Corporate Finance Institute. (2021). *Proceso de fusiones y adquisiciones: pasos del proceso de fusiones y adquisiciones*. Disponible en: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/mergers-acquisitions-ma-process/> [Consultado 20/09/2021]
- Costa, M. T. (2016). Evolución del sector eléctrico español (1975-2015). *Información Comercial Española*. Revista de economía, 139–156.
- Cotizalia. (2021). *Criteria se refuerza en Naturgy y Barclays aflora un 1% del capital en plena OPA de IFM*. Cotizalia. Disponible en: <https://bit.ly/criteria-se-refuerza-naturgy-y-barclays-aflora> [Consultado 04/10/2021]
- Díaz, T. (2021). *La opa de IFM sobre Naturgy baja a 4.921 millones por el pago del dividendo* - *elEconomista.es*. Disponible en: <https://bit.ly/eleconomista-opa-naturgy-baja-por-pago-dividendo> [Consultado 22/09/2021]
- elEconomista. (2021). *Oferta Pública de Adquisición, OPA. Concepto de OPA*. Disponible en: <https://www.eleconomista.es/diccionario-de-economia/oferta-publica-de-adquisicion-opa>
- elPeriódico. (2021). *El fondo Davidson Kempner irrumpe en Naturgy en la recta final de la OPA de IFM*. *elPeriódico*. Disponible en: <https://bit.ly/DavidsonKempner-irrumpe-naturgy-en-recta-final> [Consultado 4/10/2021]

- Esteller, R. (2021). Critería abre fuego: inicia la compra de acciones de Naturgy para reforzar su españolidad. *elEconomista.es*. Disponible en: <https://bit.ly/eleconomista-criteria-reforzara-su-peso-en-naturgy> [Consultado 23/09/2021]
- Europa Press. (2021). La CNMV admite a trámite la solicitud de autorización de OPA de IFM para hacerse con el 22,69% de Naturgy. *Europa Press*. Disponible en: <https://bit.ly/europapress-cnmv-admite-tramite-solicitud-opa-naturgy> [Consultado 27/09/2021]
- Europa Press. (2021). Marcelino Armenter, CEO de Critería, sale del consejo de Naturgy en plena OPA de IFM. *Europa Press*. Disponible en: <https://bit.ly/europapress-ceo-criteria-sale-consejo-naturgy-en-plena-opa> [Consultado 27/09/2021]
- Expansión. (n.d.). *Prima de control*. Disponible en: <https://www.expansion.com/diccionario-economico/prima-de-control.html>
- Fernández, P. (1989). Fusiones, adquisiciones y control de empresas. Arbor: Ciencia, Pensamiento y Cultura, 523–524, 39–60.
- Fundación Naturgy. (2020). *El sector eléctrico español en números*. Disponible en: <https://www.fundacionnaturgy.org/publicacion/informe-2020-el-sector-electrico-espanol-en-numeros/>
- García-Álvarez, M. T. (1), & Moreno Cuartas, B. (2). (n.d.). Un análisis de los efectos de la reforma del sector eléctrico español sobre su estructura y competencia. *Regional and Sectoral Economic Studies*, 12(2), 107–122.
- García, P. & López, F. J. (2011). *Fusiones y adquisiciones en la práctica*. Delta, Publicaciones. Madrid.
- Gaughan, P. A. (2007). *Fusiones y adquisiciones: Las claves para prevenir errores*. Ediciones Deusto. Barcelona.
- Gestión servicios. (n.d.). *OMIP. ¿Cómo funciona el mercado de futuros de electricidad?*. Disponible en: <https://gestionservicios.com/omip-como-funciona-mercado-de-futuros-electricidad/>
- Global Infraco O (2) s.a.r.l. (2021). *Anuncio de la oferta pública voluntaria parcial de adquisición de acciones que formula Global InfraCo O (2) s.a.r.l. sobre un máximo de 220.000.000 acciones de Naturgy Energy Group, S.A. representativas del 22,689% de su capital social*. 2. Disponible en: <https://bit.ly/cnmv-portal>
- Global InfraCo O (2) S.a.r.l. (2021). *Folleto explicativo de la oferta pública voluntaria*

- parcial de adquisición de acciones de Naturgy Energy Group, S.A.* 2. Disponible en: <https://bit.ly/ifm-oferta-acciones>
- Gonzalez, J. (2021). Critericaixa oficializa su rechazo a la opa de IFM a Naturgy. *ABC*. Disponible en: <https://bit.ly/abc-criteriacaixa-oficializa-rechazo-naturgy> [Consultado 24/09/2021]
- Hernandez, M. (2021). El Gobierno da luz verde a la OPA de IFM sobre Naturgy pero le marca los límites: mantener el empleo, la sede y unos dividendos “prudentes”. *El Mundo*. Disponible en: <https://bit.ly/elmundo-economia-empresas> [Consultado 23/09/2021]
- IFM Investors. (2021a). *Anuncio previo de la oferta pública parcial de adquisición de acciones de Naturgy Energy Group, S.A. formulada por Global InfraCo O (2) S.A.R.L.* (Issue 2). Disponible en: <https://bit.ly/naturgy-opa-global-infraco>
- IFM Investors. (2021). *Solicitud de autorización de la oferta pública voluntaria parcial de adquisición de acciones de Naturgy Energy Group, S.A. formulada por Global InfraCo O (2) S.à.r.l* (Vol. 1, Issue 2). Disponible en: <https://bit.ly/portal-cnmv>
- IFM Investors. (2021.). *Visión general*. Disponible en: <https://www.ifminvestors.com/>
- Naturgy. (2021). *Inicio*. Disponible en: <https://www.naturgy.com/inicio>
- Kiziryan, M. (2015). *Economías de escala*. Disponible en: <https://economipedia.com/definiciones/economias-de-escala.html>
- La Información. (2021). IFM pisa el acelerador para liquidar su opa parcial en Naturgy el 8 de octubre. *La Información*. Disponible en: <https://bit.ly/lainformacion-ifm-opa-parcial-naturgy> [Consultado 27/09/2021]
- La Información. (2021). Barclays irrumpe en la OPA de IFM a Naturgy tras adquirir el 1% de su capital. *La Información*. Disponible en: <https://bit.ly/barclays-irrumpe-opa-tras-adquirir-1-Naturgy> [Consultado 4/10/2021]
- Lafraya, C. (2021). La opa de Naturgy encara seis meses de discusión política. *La Vanguardia*. Disponible en: <https://bit.ly/lavanguardia-opa-naturgy-encara-seis-meses-discusion-politica> [Consultado 22/09/2021]
- Ley 24 de 2013. Sector eléctrico. 27 de diciembre de 2013. D.O. No. 310.
- López, J. (1999). *La liberalización del sector eléctrico español. Una reflexión a la luz de la experiencia de Inglaterra y Gales* [Tesis de Doctorado, Universidad de Alicante] Disponible en: <https://bit.ly/cervantesvirtual-liberalizacion-sector-electrico-espanol>
- Mascareñas, J. (2011). *Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas*. Ecobook -

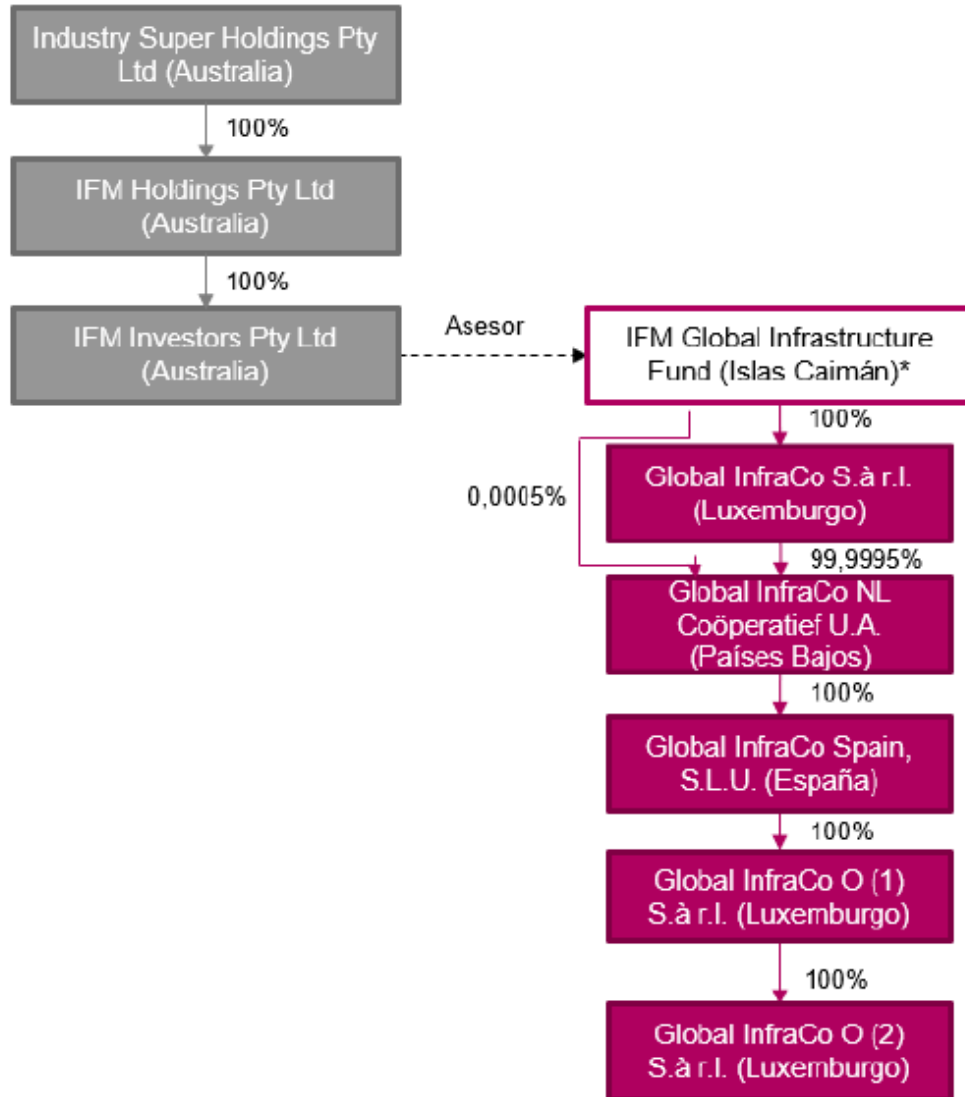
- Editorial del Economista. Madrid.
- Maugard, J. (2017). *¿Sabes cómo funciona el mercado eléctrico mayorista en España?*. Disponible en: <https://www.killmybill.es/mercado-electrico-mayorista-espana/>
- Naturgy. (n.d.). *La Junta General de Naturgy avala el compromiso de la compañía con la Transición Energética - Naturgy - Sala de prensa*. Disponible en: <https://bit.ly/naturgy-sala-de-prensa>
- Naturgy. (2020). *Informe Anual de Naturgy Energy Group, S.A. 2020*. Disponible en: https://www.naturgy.com/accionistas_e_inversores/la_sociedad/informes_anuales
- Naturgy Energy Group, S. A. (2018). *175 años de compromiso con la energía y la sociedad*. Disponible en: <https://bit.ly/naturgy-informe-175-aniversario>
- Noceda, M. Á. (2021). Las dudas sobre la decisión del Gobierno ante la opa de Naturgy provocan recortes de la acción en Bolsa. *EL PAÍS*. Disponible en: <https://bit.ly/elpais-dudas-gobierno-provoca-recortes-en-la-accion-naturgy> [Consultado 24/09/2021]
- Noceda, M.Á. (2021). El consejo de Naturgy confirma que no acudirá a la OPA de IFM e invita a los accionistas a que consideren esta decisión. *El País*. Disponible en: <https://bit.ly/consejo-naturgy-no-acude-opa> [Consultado 04/10/2021]
- Pedrosa, S.J. (2017). *Fusión por absorción*. Disponible en: <https://economipedia.com/definiciones/fusion-por-absorcion.html>
- Rompotis, G. G. (2015). Mergers and Acquisitions: Types, principles, historical information and empirical evidence from the Greek banking sector. *Aestimatio*, 10(2015), 2–35. Disponible en: <https://bit.ly/mergers-and-acquisitions-empirical-evidence-greek-banking-sector>
- Ruiz, C. (2021). *Teoría de agencia, un concepto útil e interesante*. Disponible en: <https://www.elfinanciero.com.mx/opinion/carlos-ruiz-gonzalez/teoria-de-agencia-un-concepto-util-e-interesante/>
- Ruiz, M. E. (2003). Liberalización del mercado eléctrico y elegibilidad: consecuencias para el consumidor. *Universitat Jaume I: Departamento de Administración de Empresas y Marketing*. Disponible en: <https://bit.ly/liberalizacion-mercado-electrico-y-eligibilidad>
- CriteriaCaixa. (2021). *Inicio*. Disponible en: <https://bit.ly/criteriacaixa-home>
- Sánchez, J. (2015). *Integración vertical*. Disponible en: <https://economipedia.com/definiciones/integracion-vertical.html>
- Soto, R. (2016). *El sector eléctrico en España*. [Tesis de grado, ICADE business

school]. Disponible en: <https://bit.ly/repositorio-comillas>

Zozaya, N. (2007). *Las fusiones y adquisiciones como fórmula de crecimiento empresarial*. Dirección General de Política de la PYME, Madrid.

ANEXOS

Anexo I. Estructura accionarial y de control del Oferente.



* Actuando a través de IFM GIF Trustee.

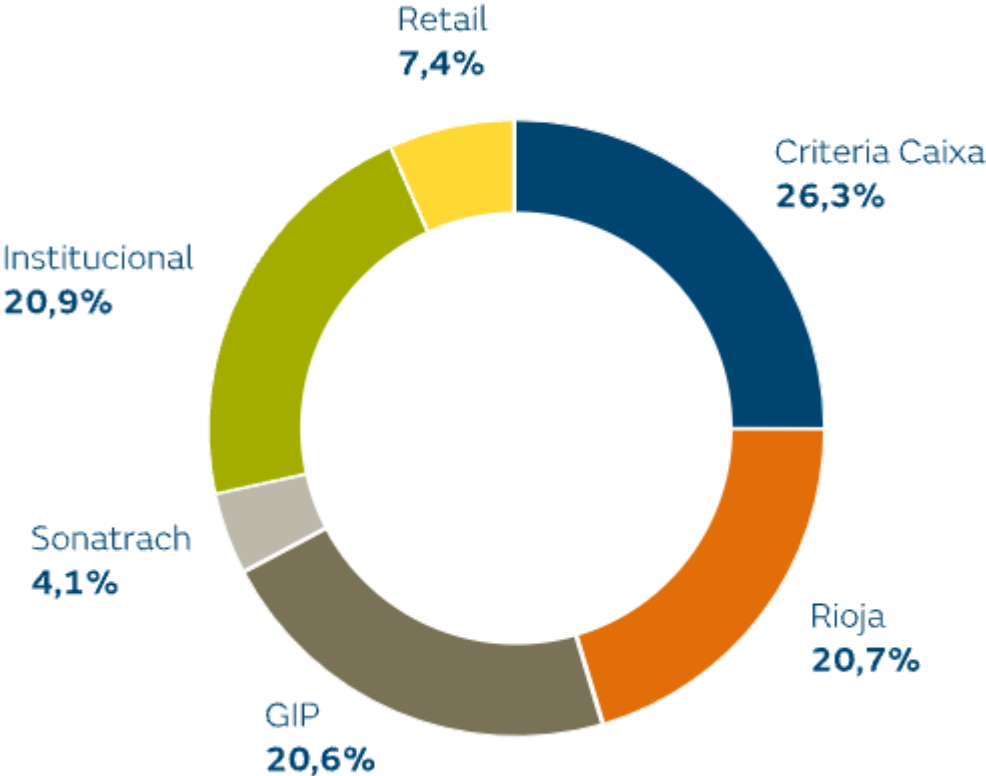
Fuente: IFM Investors

Anexo II. Garantía de la oferta de IFM Investors a Naturgy mediante 17 avales

Entidad Avalista	Importe (Euros)
BNP Paribas S.A., Sucursal en España	1.952.839.999,99
Banco Santander, S.A.	1.000.000.000
BNP Paribas SA, Sucursal en España	655.830.043,48
CaixaBank, S.A.	327.915.021,74
Banco Santander, S.A.	327.915.021,74
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.	149.781.739,13
Intesa Sanpaolo S.p.A, Sucursal en España	115.545.913,04
ING Bank NV, Sucursal en España	98.428.000
MUFG Bank (Europe) N.V.	77.030.608,70
UniCredit Bank Austria AG	51.353.739,13
Credit Agricole Corporate and Investment Bank, Sucursal en España	51.353.739,13
Kutxabank, S.A.	29.956.347,83
Crédit Suisse AG, London Branch	25.676.869,57
Landesbank Hessen-Tübingen Girozentrale (HELABA)	25.676.869,57
Liberbank, S.A.	12.838.434,78
Banco Cooperativo Español, S.A.	10.698.695,65
Bankinter, S.A.	8.558.956,52
Total	4.921.400.000

Fuente: IFM Investors

Anexo III. Gráfica estructura accionarial Naturgy con fecha 4/10/2021



Fuente: Naturgy

Anexo IV. Evolución acciones Naturgy desde el 1 de enero al 4 de octubre de 2021



Fuente: elEconomista, gráfica de edición propia.